

# 経済レビュー

## 中国：減速する住宅市場と景気全体への影響度合い

### 【要旨】

- ◇ 中国では不動産市場の減速が鮮明化しつつある。足元の焦点は不動産市場のなかで割合が大きく、最も減速している住宅市場である。
- ◇ 住宅市場では、新築住宅在庫面積が増加傾向で推移していることに加え、建設中の住宅面積（潜在的な在庫）も販売の 5 年分と大きく積み上がっている状態。
- ◇ 都市化による人口流入などを考慮しても、建設中住宅を含めた在庫解消には時間が必要。また、販売済新築住宅の空室率も高いとみられる。
- ◇ 住宅価格は依然割高で、大幅な調整余地が存在するものの、目先においては政策変更も想定されることなどから緩やかな減速に止まり、時間をかけた調整進展（過剰在庫の解消）が見込まれる。
- ◇ 仮に住宅市場が大幅に調整した場合の景気全体への影響度合いを米国や日本との比較を通じ確認すると、「住宅投資の減少」による影響度合いは、足元の米国や日本より大きい（GDP に占める住宅投資の割合や成長率への寄与などを参考に判断）。
- ◇ 「住宅関連消費の抑制」による影響度合いは、米国や日本と同程度（個人消費の内訳などを参考に判断）。
- ◇ 「住宅価格下落の個人消費への逆資産効果」による影響度合いは、米国や日本と同程度（住宅資産規模や持家率などを参考に判断）。
- ◇ 「金融環境全般の不安定化リスク」による影響度合いは、足元の米国や日本より大きい（住宅ローン残高や利用率、不動産会社向け貸出残高などを参考に判断）。

## はじめに

中国では成長率の低下傾向が続くなか、足元では特に不動産市場の減速が鮮明になっている。中国の不動産市場は、経済に占める割合が大きく、また過剰在庫など問題も多く抱えているとみられることから、今後の減速の程度と経済全体への影響が注目されている。本稿では、不動産市場のなかで割合が大きく、足元で最も減速している住宅市場に焦点を当て、まず以下 1~4 章で現状と今後の調整余地を確認する。その後、5 章で仮に住宅市場が大幅に減速した場合の景気全体への影響度合いについて、米国や日本との比較などを通じて分析する。なお、商業用不動産も過去数年の投資拡大ペースが急で、大都市以外では空室率上昇も指摘されつつあり、程度の差はあれ問題を抱えているとみられる。

## 1. 不動産市場の動向

### (1) 不動産投資・着工・販売の動向

不動産投資・着工・販売の状況を確認する。不動産（開発）投資は 1-5 月期に前年比+14.7%の 3 兆 739 億元となり、2013 年（同+19.8%）より減速した（第 1 表）。不動産着工面積は 1-5 月期に同▲18.6%の 6.0 億㎡と大幅に減少した（2013 年：同+13.5%）。着工面積を用途別にみると住宅、オフィス、商業施設どれも前年比でマイナスとなっているなか、住宅が同▲21.6%と最もマイナス幅が大きい（住宅は全着工面積の 72%を占める）<sup>(注 1)</sup>。また、不動産販売面積も 1-5 月期に同▲7.8%と減少している（2013 年：同+17.3%）。

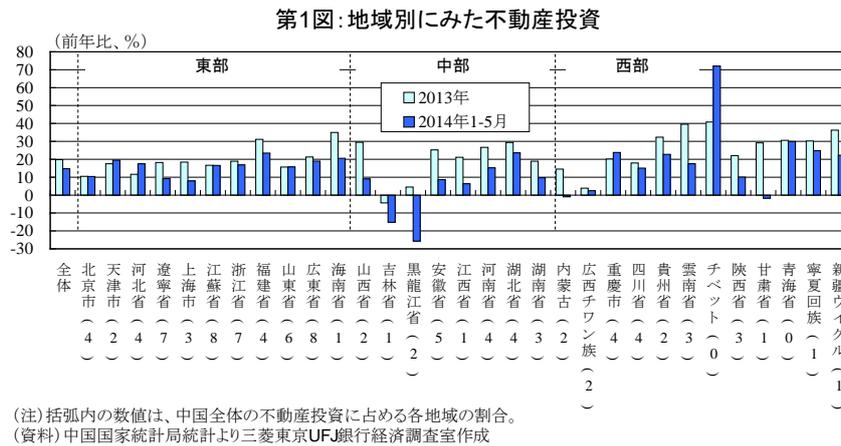
(注 1) 1998 年の住宅市場改革以降、中国の住宅は民間が提供する「商品住宅」と低所得層向けに政府が提供する「保障性住宅」の 2 種類に大別される。現在、都市部で供給される住宅の大半は「商品住宅」であり「保障性住宅」は供給不足となっている。そのため、政府による「保障性住宅」の供給拡大を求める声は多い。本稿での住宅は主に「商品住宅」のことである。

第1表：不動産投資・着工面積・販売面積の推移

	2011年		2012年		2013年		2014年1-5月	
	金額 (億元)	前年比 (%)	金額 (億元)	前年比 (%)	金額 (億元)	前年比 (%)	金額 (億元)	前年比 (%)
不動産投資	61,740	27.9	71,804	16.3	86,013	19.8	30,739	14.7
住宅	44,308	30.2	49,374	11.4	58,951	19.4	21,043	14.6
オフィス	2,544	40.8	3,367	32.4	4,652	38.2	1,773	16.2
商業施設	7,370	31.6	9,312	26.3	11,945	28.3	4,427	23.6
その他	7,518	10.2	9,751	29.7	10,465	7.3	3,496	5.1
	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)
商品不動産の着工面積	190,083	16.1	177,334	▲ 6.7	201,208	13.5	59,912	▲ 18.6
住宅	146,035	12.8	130,695	▲ 10.5	145,845	11.6	42,588	▲ 21.6
オフィス	5,361	45.8	5,986	11.7	6,887	15.0	2,285	▲ 5.0
商業施設	20,671	18.4	22,007	6.5	25,902	17.7	7,864	▲ 11.2
その他	18,016	36.8	18,645	3.5	22,574	21.1	7,175	▲ 10.9
	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)
商品不動産の販売面積	109,946	5.4	111,304	1.2	130,551	17.3	36,070	▲ 7.8
住宅	97,030	4.3	98,468	1.5	115,723	17.5	31,946	▲ 9.2
オフィス	2,008	6.7	2,254	12.2	2,883	27.9	817	▲ 5.8
商業施設	7,878	13.8	7,759	▲ 1.5	8,469	9.1	2,247	0.6
その他	3,029	21.5	2,823	▲ 6.8	3,475	23.1	1,059	24.3

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

不動産投資を地域（31の省・自治区・直轄市）別にみると、1-5月期は黒龍江省（前年比▲25.7%）、吉林省（同▲15.1%）、甘肅省（同▲1.7%）、内蒙古自治区（同▲1.0%）の4地域において前年比でマイナスとなった（第1図）。特に、黒龍江省と吉林省のマイナス幅が大きい。東部の地域が小幅減速に止まる一方、中部、西部の地域で減速幅が大きい傾向がみられる。



## (2) 住宅価格の動向

次に住宅価格の動向を確認する。中国の住宅価格を振り返ると、2009年後半から2010年にかけて急上昇を経験した（第2図）。背景には、グローバル金融危機後の4兆元景気対策実施と投機資金の不動産市場への流入などが指摘できる。その後、政府（胡錦濤・温家宝政権）による価格抑制策もあり、2011年、2012年の住宅価格はほぼ横這いで推移した。2012年11月に習近平・李克強政権に代わって以降、一部で規制緩和が行われたこともあり、2013年になると住宅価格は再び大きく上昇する展開となった。

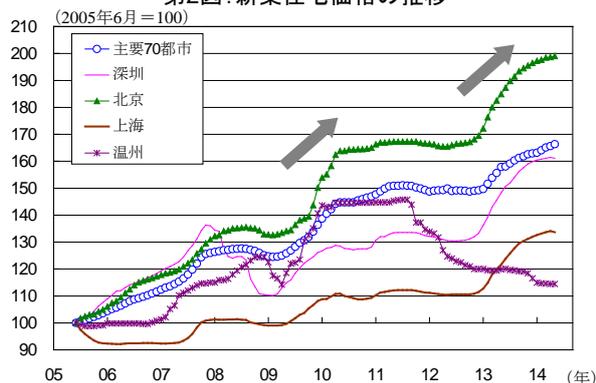
足元では、2013年秋以降に住宅価格抑制策（主要都市における2軒目の住宅購入時の頭金最低比率引き上げなど）が相次いで導入されたなか、住宅価格の上昇ペースは鈍化している。主要70都市の新築住宅価格の前年比を単純平均すると、直近5月に+5.4%となり昨年12月の+9.2%をピークに低下傾向にある（注<sup>2</sup>）。

なお、新築住宅価格を都市の規模別にみると、直近5月は一線都市が前年比+8.9%、二線都市が同+5.4%、その他都市が同+4.9%となっている（第3図）（注<sup>3</sup>）。一線都市の住宅価格が最も上昇しているものの、過去を振り返ると一線都市の住宅価格は上方・下方ともに変動幅が大きい傾向がみられる。今後も一線都市の住宅価格が相対的に底堅く推移するかどうかは不透明である。

(注2) 中国の住宅価格は地域差が大きいこともあり、国家统计局は現在では全国平均の住宅価格を発表していない。

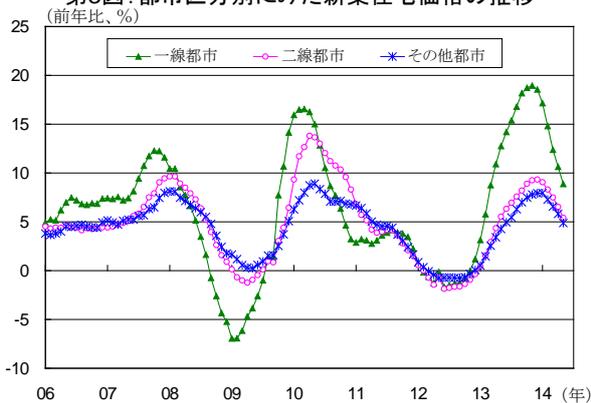
(注3) 「一線都市」は北京や上海などの大都市、「二線都市」は地方の中核都市。

第2図: 新築住宅価格の推移



(注)『主要70都市』全体の住宅価格は2011年以降未公表のため、2011年以降については70都市の上昇率を単純平均して算出。  
(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 都市区別にみた新築住宅価格の推移



(注)『一線都市』、『二線都市』、『その他都市』の分類はBloombergによるもの。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要70都市別に新築住宅価格をみると、直近5月の上昇率が最も高かった都市は福建省の厦門で前年比+10.8% (第2表)。前年比でマイナスとなっている都市は、現在のところ浙江省の温州だけである (同▲4.4%)。また前月比で見ると、上昇が15都市、不変が20都市、下落が35都市となっている。

第2表: 主要70都市の“新築”住宅価格

(前年比、%)

都市名	省名	副省・省都	2011年12月	2012年12月	2013年12月	2014年5月	都市名	省名	副省・省都	2011年12月	2012年12月	2013年12月	2014年5月
厦門	福建省	●	3.2	0.7	16.5	10.8	瀋陽	遼寧省	●	2.4	▲0.3	13.1	5.6
上海	-	-	1.8	0.0	18.2	9.6	大連	遼寧省	●	2.2	1.4	10.0	5.5
広州	広東省	●	3.1	2.3	20.1	9.5	ハルビン	黒龍江省	●	0.2	0.5	10.2	5.4
深圳	広東省	●	3.1	0.8	19.9	8.7	重慶	-	-	▲0.6	1.3	9.3	5.4
桂林	広西チワン族		3.7	▲0.2	11.9	8.7	揚州	江蘇省	-	2.0	0.2	7.0	5.4
福州	福建省	●	2.7	1.4	13.1	8.4	成都	四川省	●	1.3	0.4	9.6	5.1
北京	-	-	1.0	1.6	16.0	7.7	南昌	江西省	●	2.1	1.1	9.9	5.0
太原	山西省	●	1.2	1.0	11.7	7.5	常德	湖南省	-	2.6	0.3	6.3	5.0
西寧	青海省	●	2.6	2.0	9.9	7.4	宜昌	湖北省	-	2.2	0.4	9.9	4.9
北海	広西チワン族		1.4	▲0.6	9.9	7.4	贛州	江西省		▲0.4	▲0.4	9.1	4.8
フフホト	内蒙古	●	2.3	▲0.8	10.3	7.2	徐州	江蘇省		2.3	▲0.5	10.4	4.7
錦州	遼寧省		2.4	▲0.1	10.7	7.2	三亞	海南省		0.9	▲0.4	5.3	4.7
瀘州	四川省		1.7	1.5	8.9	7.0	吉林	吉林省		1.9	0.0	8.3	4.5
合肥	安徽省	●	0.3	0.8	9.9	6.9	昆明	雲南省	●	2.3	1.3	5.8	4.4
長沙	湖南省	●	4.6	0.7	12.1	6.7	蘭州	甘肅省	●	1.7	0.1	7.9	4.3
湛江	広東省		3.4	1.7	9.6	6.7	遵義	貴州省		2.9	1.0	6.4	4.3
南京	江蘇省	●	▲0.3	1.0	11.9	6.6	大理	雲南省		0.6	▲0.2	5.5	4.2
銀川	寧夏回族	●	3.1	1.6	8.6	6.6	天津	-	-	1.2	0.8	7.4	4.1
平頂山	河南省		1.8	▲0.2	9.1	6.5	岳陽	湖南省		0.3	▲0.1	6.7	4.1
南寧	広西省	●	1.9	▲0.5	10.1	6.4	貴陽	貴州省	●	2.8	1.0	6.7	4.0
煙台	山東省		1.4	▲0.8	8.8	6.4	襄樊	湖北省		2.6	▲0.5	8.7	4.0
洛陽	河南省		4.7	▲0.3	8.7	6.4	寧波	浙江省	●	▲1.2	▲7.1	7.3	3.8
惠州	広東省		3.0	0.2	8.5	6.4	秦皇島	河北省		1.5	0.8	7.1	3.8
武漢	湖北省	●	2.3	0.8	10.4	6.3	金華	浙江省		1.2	▲6.2	7.0	3.8
西安	陝西省	●	3.4	0.8	9.8	6.2	杭州	浙江省	●	1.0	▲7.3	11.0	3.4
石家荘	河北省	●	2.4	1.0	9.9	6.1	九江	江西省		0.4	0.2	6.7	3.4
長春	吉林省	●	1.9	0.1	8.6	6.1	蚌埠	安徽省		1.5	▲0.1	4.7	3.0
青島	山東省	●	0.5	▲3.4	10.0	6.1	安慶	安徽省		▲0.8	0.0	5.5	2.9
濟南	山東省	●	0.8	0.0	9.4	5.9	包頭	内蒙古		0.2	0.6	8.0	2.7
鄭州	河南省	●	3.2	0.8	11.7	5.9	牡丹江	黒龍江省		1.9	▲0.1	6.2	2.7
南充	四川省		▲1.2	1.3	10.7	5.9	海口	海南省	●	▲0.4	▲0.3	2.3	1.9
ウルムチ	新疆ウイグル	●	5.5	2.3	10.7	5.8	無錫	江蘇省		0.5	0.2	5.1	1.8
濟寧	山東省		1.3	0.3	9.7	5.8	韶關	広東省		4.3	1.4	5.8	1.4
大東	遼寧省瀋陽市		0.1	▲0.1	9.3	5.7	唐山	河北省		0.6	▲0.1	1.6	0.8
泉州	福建省		1.5	▲0.9	8.0	5.7	温州	浙江省		▲6.9	▲10.7	▲2.6	▲4.4

(注) 新築「商品住宅」の価格であり、新築「保障性住宅」は含まない。  
(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中古住宅価格についても新築同様に主要 70 都市別の動向を確認する<sup>(注4)</sup>。直近 5 月の上昇率が最も高かった都市は広東省の深圳で前年比+11.1% (第3表)。前年比がマイナスとなった都市は 5 つであった (海南省海口、浙江省杭州、河北省秦皇島、黒龍江省牡丹江、浙江省温州)。最もマイナス幅が大きい都市は、新築住宅価格と同じく温州であった。また前月比でみると、上昇が 19 都市、不変が 16 都市、下落が 35 都市となっている。

(注4) 中国は住宅市場発足から歴史が浅いため、中古住宅の取引は多くない。そのため、住宅価格は新築住宅価格がより重視されている。中国では、1998 年の住宅制度改革と住宅分配制度の撤廃によって住宅市場が誕生。住宅の私有化が開始された。中国の住宅市場の特徴として以下が指摘できる。①住宅購入年齢が若い (結婚前若しくは結婚時に住宅を購入するケースが多い)、②購入した住宅を安易に手放さない、③住宅以外の資産運用手段が限られるなか、投機 (資産運用) 目的での購入も多い、④その場合に期待する収益は賃貸料収入ではなく資産価値上昇である、⑤そのため投資目的で購入した住宅を必ずしも賃貸へ回さない、⑥賃貸市場の発展は不十分。

第3表:主要70都市の“中古”住宅価格

(前年比、%)

都市名	省名	副省・省都	2011年12月	2012年12月	2013年12月	2014年5月	都市名	省名	副省・省都	2011年12月	2012年12月	2013年12月	2014年5月
深圳	広東省	●	2.7	1.1	14.8	11.1	重慶	-	-	▲ 0.5	0.3	4.7	2.9
広州	広東省	●	2.1	2.6	12.3	8.7	濟南	山東省	●	1.0	▲ 0.8	4.3	2.8
鄭州	河南省	●	▲ 0.7	0.1	7.3	7.6	長春	吉林省	●	0.0	0.7	4.5	2.7
北京	-	-	▲ 2.0	1.6	19.7	7.4	西寧	青海省	●	3.2	1.3	4.3	2.6
貴陽	貴州省	●	3.8	0.3	10.0	7.1	遵義	貴州省	-	2.4	▲ 1.3	4.6	2.4
厦門	福建省	●	1.6	0.5	7.7	6.9	石家莊	河北省	●	▲ 2.5	▲ 1.4	3.2	2.3
上海	-	-	1.7	0.4	13.9	6.8	大東	遼寧省瀋陽市	-	1.2	▲ 0.1	3.9	2.2
銀川	寧夏回族	●	2.4	▲ 0.5	8.4	6.4	包頭	内モンゴ	-	1.5	▲ 1.4	2.9	2.1
合肥	安徽省	●	▲ 2.1	▲ 0.4	6.4	6.3	韶關	広東省	-	2.8	1.1	5.3	2.1
南京	江蘇省	●	▲ 2.5	0.0	7.9	5.7	桂林	広西チワン族	-	▲ 0.3	▲ 0.4	4.8	2.1
福州	福建省	●	▲ 4.9	▲ 0.1	9.5	5.7	南寧	広西省	●	▲ 0.3	0.6	4.6	1.9
武漢	湖北省	●	▲ 0.4	0.9	8.5	5.6	西安	陝西省	●	0.0	▲ 1.3	5.0	1.9
惠州	広東省	-	3.1	▲ 0.7	6.3	5.6	蘭州	甘肅省	●	▲ 9.0	▲ 0.7	2.8	1.9
洛陽	河南省	-	4.2	▲ 2.1	5.7	5.4	錦州	遼寧省	-	0.0	▲ 1.3	3.3	1.9
長沙	湖南省	●	0.2	0.0	6.2	5.0	揚州	江蘇省	-	▲ 0.1	▲ 3.4	3.4	1.9
瀋陽	遼寧省	●	1.4	▲ 0.3	5.6	4.8	金華	浙江省	-	▲ 2.9	▲ 2.5	5.1	1.9
ウルムチ	新疆ウイグル	●	2.8	▲ 1.4	5.0	4.6	青島	山東省	●	▲ 1.2	▲ 1.2	3.7	1.8
瀘州	四川省	-	1.3	0.5	4.1	4.5	三亞	海南省	-	▲ 6.1	▲ 1.5	2.2	1.8
襄樊	湖北省	-	1.8	0.3	8.9	4.4	寧波	浙江省	●	▲ 1.8	▲ 4.7	4.4	1.7
平頂山	河南省	-	6.3	▲ 0.8	4.8	4.2	フフホト	内モンゴ	●	2.4	0.3	3.5	1.6
天津	-	-	▲ 2.4	2.9	5.1	4.1	濟寧	山東省	-	1.0	▲ 0.2	3.7	1.4
蚌埠	安徽省	-	1.3	0.3	3.0	4.0	無錫	江蘇省	-	3.8	▲ 0.2	2.6	1.2
煙台	山東省	-	1.4	▲ 5.0	6.2	4.0	徐州	江蘇省	-	▲ 3.1	1.1	1.9	1.1
宜昌	湖北省	-	0.9	▲ 2.9	9.4	4.0	九江	江西省	-	▲ 0.6	▲ 0.4	3.8	1.1
ハルビン	黒龍江省	●	▲ 2.0	▲ 0.8	4.8	3.8	大連	遼寧省	●	0.0	3.0	2.5	0.9
南昌	江西省	●	▲ 2.7	1.6	6.0	3.8	唐山	河北省	-	4.3	▲ 2.3	2.6	0.6
昆明	雲南省	●	1.1	3.5	8.0	3.8	安慶	安徽省	-	▲ 1.9	▲ 1.2	2.2	0.6
南充	四川省	-	0.6	▲ 0.2	5.4	3.6	吉林	吉林省	-	2.4	▲ 1.1	1.9	0.3
成都	四川省	●	0.7	▲ 1.2	5.2	3.5	贛州	江西省	-	▲ 1.5	▲ 0.3	2.1	0.2
北海	広西チワン族	-	2.1	▲ 0.4	6.3	3.5	大理	雲南省	-	▲ 1.2	▲ 0.6	3.1	0.0
泉州	福建省	-	▲ 0.7	▲ 3.1	3.8	3.3	海口	海南省	●	▲ 1.8	▲ 0.7	0.2	▲ 0.1
岳陽	湖南省	-	0.0	2.4	4.7	3.3	杭州	浙江省	●	▲ 4.4	▲ 1.8	2.9	▲ 0.3
太原	山西省	●	3.2	5.5	4.1	3.2	秦皇島	河北省	-	▲ 0.7	0.0	2.2	▲ 0.5
常德	湖南省	-	5.0	▲ 3.4	9.2	3.2	牡丹江	黒龍江省	-	1.0	▲ 1.8	1.6	▲ 1.7
湛江	広東省	-	2.7	0.5	4.1	3.1	温州	浙江省	-	▲ 11.3	▲ 5.4	▲ 7.2	▲ 8.7

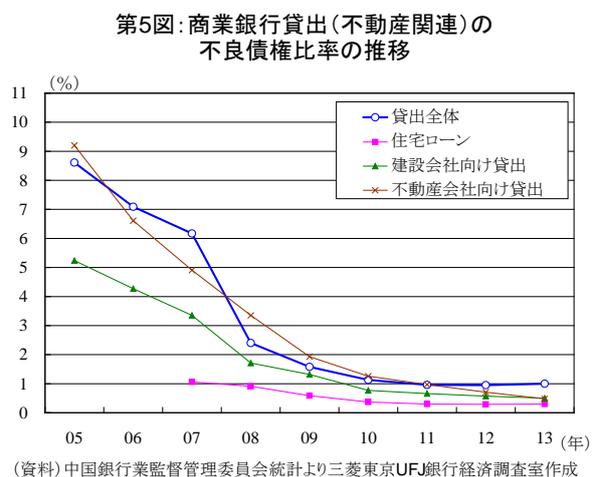
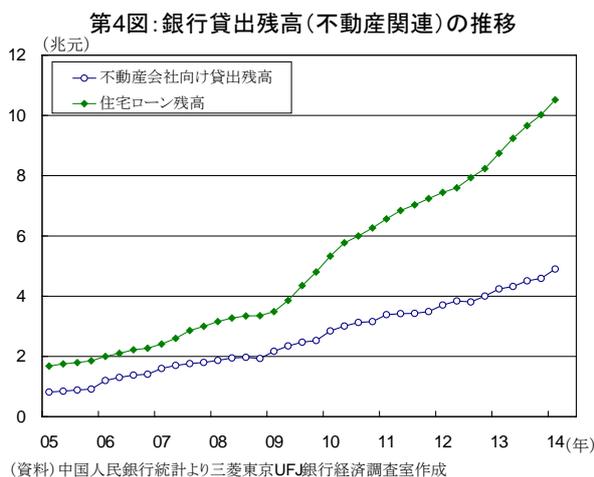
(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 不動産に関わる金融面の動向

不動産に関わる金融面の動向では、不動産会社向け貸出、個人向け住宅ローンともに今年前半に調達環境が悪化した。住宅ローン金利に上昇傾向がみられたほか、資金繰りの厳しくなった不動産会社が値引き販売などにより資金回収を急ぐ事例も相次いでいる。資金調達環境の悪化は特にシャドバンキング経由（銀行貸出以外）で顕著に発生しているとみられる。

このようななか、現在のところ不動産に関わる銀行の貸出残高と不良債権については大きな変化はみられていない。銀行貸出残高は、1-3月期に不動産会社向けで3,100億元程度、住宅ローンで5,000億元程度増加し引き続き安定している（第4図）。

商業銀行貸出の不良債権比率（2013年末）は、住宅ローンで0.3%（2012年末：0.29%）、不動産会社向け貸出で0.48%（2012年末：0.71%）、建設会社向け貸出で0.5%（2012年末：0.57%）となっており貸出残高同様にそれぞれ安定している（第5図）。



## 2. 住宅市場の需給バランス

次に住宅市場の今後の調整余地を把握するために、需給バランスについて主に供給圧力（在庫状況）を確認する。

### (1) 住宅供給の動向

新築不動産の在庫面積（完成済みで未販売）は、2013年末時点で前年比+35.2%の4.9億㎡となっている（第4表）。このうち、新築住宅在庫面積は3.2億㎡。これは2013年の新築住宅販売面積の3.4ヵ月分に相当する。住宅1戸当たりの平均面積を70㎡とすれば504万戸である。在庫率（在庫面積÷販売面積）は2011年以降上昇傾向にあるが（第6図）、その水準自体は過剰とまでは言えない。市場構造が異なるため単純な比較は難しいが、例えば、米国の新築住宅在庫率は通常時で4～5ヵ月となっており、住宅バブル崩壊後には12.2ヵ月まで上昇した（2009年1月）。

第4表:不動産の在庫面積・建設中面積

	2013年		2014年1-5月	
	面積 (万㎡)	前年比 (%)	面積 (万㎡)	前年比 (%)
商品不動産の在庫面積	49,295	35.2	53,402	24.4
住宅	32,403	37.2	35,283	25.0
オフィス	1,954	25.7	2,076	17.4
商業施設	9,345	31.1	10,142	22.5
その他	5,593	34.6	5,901	27.0
商品不動産の建設中面積	665,572	16.1	586,081	12.0
住宅	486,347	13.4	419,883	9.1
オフィス	24,577	26.5	23,719	23.5
商業施設	80,627	22.5	73,698	19.2
その他	74,020	25.0	68,782	19.2

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:新築住宅の在庫面積と在庫率



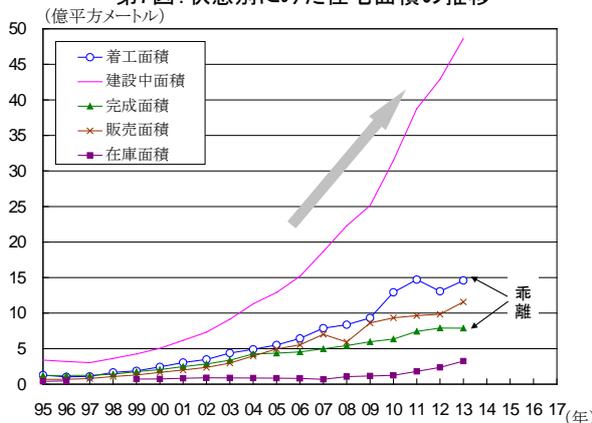
(注)1.『新築住宅の在庫率』は、「新築住宅の在庫面積」÷「月平均新築住宅の販売面積」で算出。  
2. 2014年の住宅販売面積は1-5月までの前年比が年間を通して続くと仮定して算出。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

供給面でのより大きな問題は、建設中の住宅（潜在的な住宅在庫）の多さである。中国では近年、新築住宅の完成面積が着工面積を大きく下回る状態が継続してきた（第7図）。2000～2013年の累計では、着工面積が完成面積を41.2億㎡上回った。その結果、2013年末の建設中の住宅面積は48.6億㎡に達している（前掲第4表）。2014年末には53億㎡となる見込みで、年間の住宅販売面積の5倍、在庫率で言えば60ヵ月程度に達する勢いである（第8図）<sup>(注5)</sup>。アンケート調査においても、建設中の住宅で実際の需要を伴っている割合は40%に止まるとの結果もある（テキサスA&M大学Gan教授ら）。

(注5) 完成に至らず建設中の住宅がここまで膨らんだ要因として、中国で特徴的な予約販売制の存在が指摘できそうだ。予約販売制下では、販売見通しの悪化が工事の中断に繋がり易い。なお、建設中の住宅のなかには、建設計画を断念し既に損失処理済みの物件（在庫・金融面で今後問題が発生しない）も一部存在する可能性がある。

第7図:状態別にみた住宅面積の推移



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図:新築住宅の建設中面積



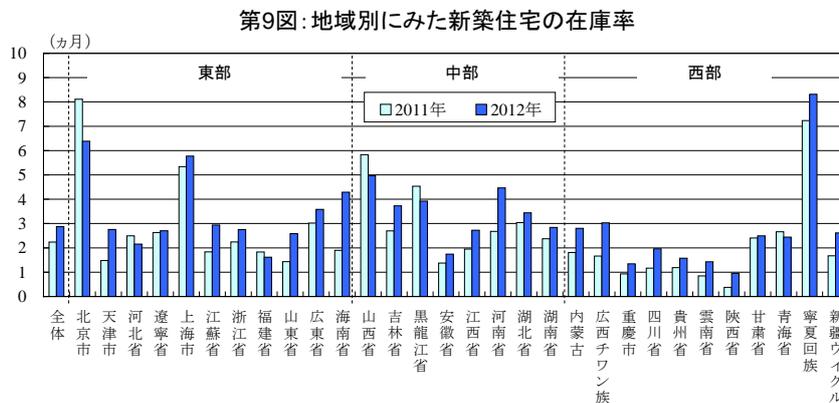
(注)2014年の『住宅建設中面積』は、1-5月までの前年比が年間を通して続くと仮定して算出。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

このように在庫や建設中住宅が多いため、ゴーストタウン（鬼城）と呼ばれる都市も少なくない（内蒙古自治区オルドス市、広東省惠州市、貴州省貴陽市、江蘇省常州

市、河南省鄭州市、遼寧省營口市など)。

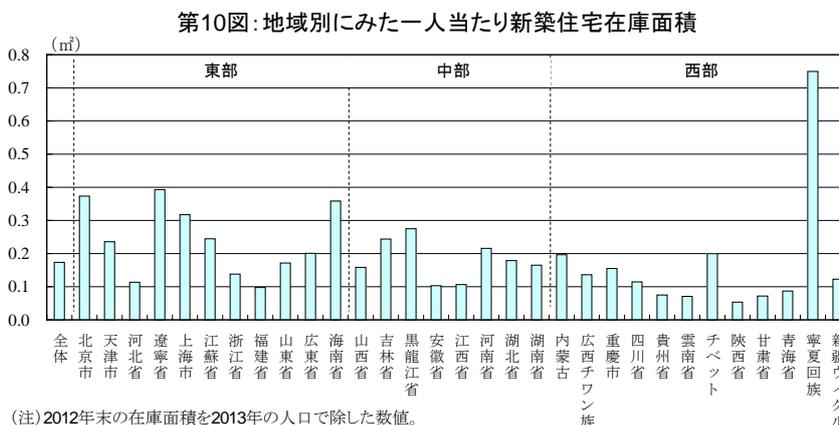
在庫率を地域別にみると、1ヵ月未満から8ヵ月程度まで地域差が大きい状況(第9図)。在庫率(2012年時点)が高い地域は、寧夏回族自治区、北京市、上海市、山西省、河南省、海南省などであり4ヵ月を超えている。



(注)『新築住宅の在庫率』は、「新築住宅の在庫面積」÷「月平均新築住宅の販売面積」で算出。  
(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、地域別に一人当たりの新築住宅在庫面積をみると、在庫面積が大きい順に寧夏回族自治区、遼寧省、北京市、海南省、上海市となっている(第10図)。

更に、中国では投資目的の住宅購入が多いなか、販売済み新築住宅の空室率も多いとみられる(前述のアンケート調査結果によれば空室率は22.4%)。

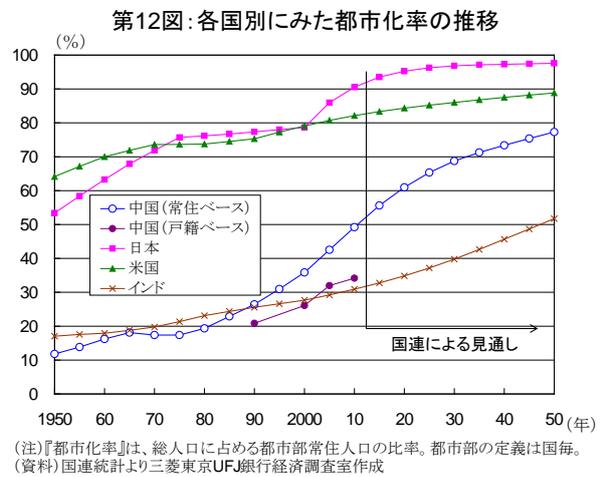
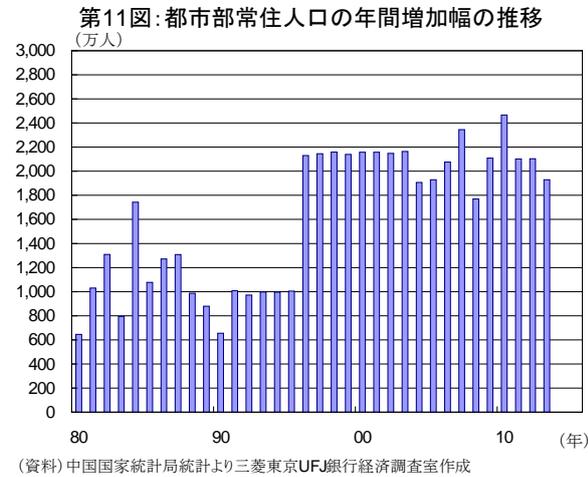


(注) 2012年末の在庫面積を2013年の人口で除した数値。  
(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 住宅需要の動向

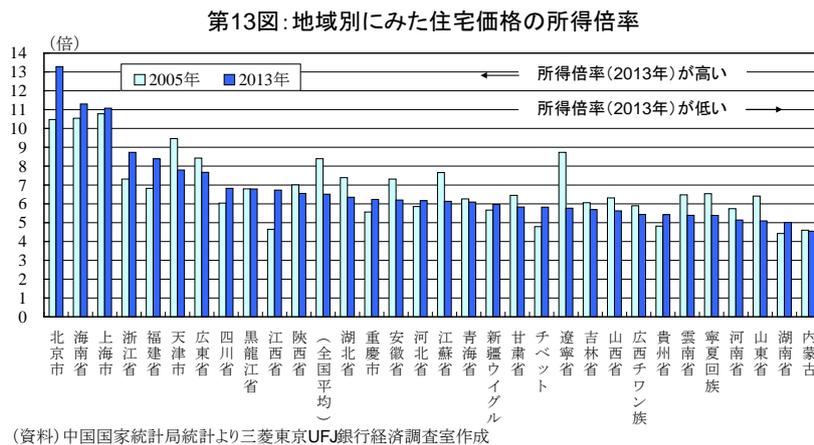
住宅需要に関し、現在の中国の大きな特徴として、都市化の進展に伴う都市部への人口流入が挙げられる。近年、都市部常住人口は年2,000万人程度増加している(第11図)。中国の都市化率(常住人口ベース)は50%程度であり、80%台の米国、90%台の日本などとの比較では低く、引き続き上昇余地があると言える(第12図)。都市部への人口流入が続けば住宅市場の調整圧力を一定程度緩和するとみられるが、潜在

的な住宅在庫は非常に大きく、その解消には時間を要しよう。人口流入ペースが昨年減少した点なども気懸かりである。



### 3. 住宅価格の調整余地

ここでは現在の住宅価格の妥当性と調整余地を確認する。住宅価格の所得倍率は、2013年の全国平均で6.5倍となっている。住宅価格の所得倍率を地域別にみると、2013年は大都市の北京市(13.3倍)、上海市(11.1倍)やリゾート地が有名で「中国のハワイ」とも呼ばれる海南省(11.3倍)が高くなっている(第13図)。一方、最も低い地域は内蒙古自治区で4.5倍である。

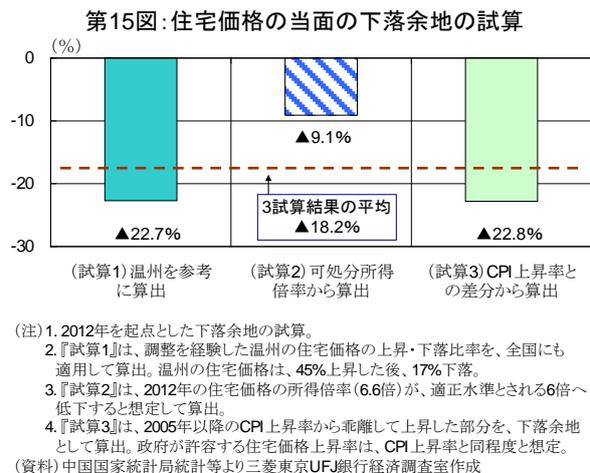
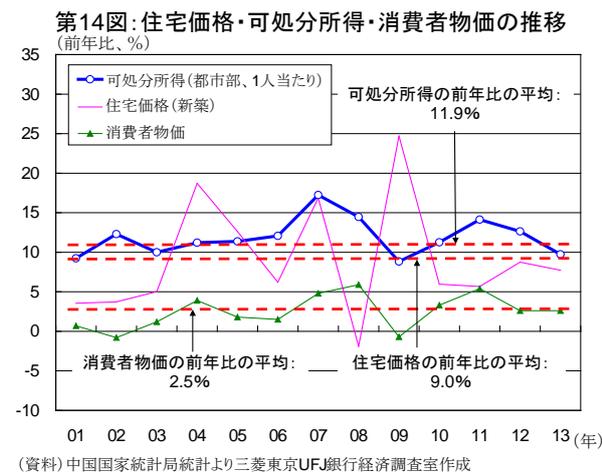


住宅価格の上昇率は 2001~2013 年の平均で+9.0%。可処分所得の上昇率(同期間平均: +11.9%)よりは若干低く、消費者物価の上昇率(同期間平均: +2.5%)よりは高い状態が続いてきた(第14図)。住宅価格の所得倍率は、可処分所得の高めの上昇率を受けここ数年で幾分低下したが、一般に(国際的に)適正水準とされる6倍以下

には依然収まっていない。

住宅価格の下落余地を試算すると、可処分所得倍率との対比では1割程度、物価上昇率との対比では2割程度との結果が得られる（第15図）。

なお、中国人民銀行が四半期毎に行っている預金者サーベイによれば、直近2014年1-3月期において住宅価格の上昇を予想する割合は28.3%となり、前年10-12月期の32.5%から低下している。一方、住宅価格が高過ぎて受け入れられない割合は64.3%となり、前年10-12月期の66.5%から低下しているが、依然高水準にある。



#### 4. 住宅市場の当面の見通し

足元の住宅市場減速の背景として、①「2013年10月頃からの（地方）政府による住宅価格抑制策強化」、②「住宅関連の金融環境の悪化」、③「このところの住宅供給過剰」、④「住宅価格の（可処分所得比などでみた）割高感」などが指摘できる。供給過剰の問題が深刻化するなか、金融環境の引き締まりが減速の契機になったと言えよう。

今後の住宅市場は、これらが下押し圧力となることで、暫く減速が続く見通しである。ただし、上記①からの下押し圧力は今後軽減される公算が大きい。安徽省や浙江省の一部地方政府は早くも住宅規制の緩和に乗り出しており、今後、他の地方政府の追随も見込まれる（第5表）。また、②からの下押し圧力も幾分改善される可能性がある。中国人民銀行は5月に住宅ローン審査の迅速化を銀行に要請した後も、住宅・不動産関連の金融環境改善に取り組む姿勢を示している。こうしたことから、住宅市場には大幅な調整余地が存在するものの、目先においては政策変更も想定されることなどから緩やかな減速に何とか止まり、時間をかけた解決（過剰在庫の解消）が図られそうだ。

第5表:不動産市場に関わる最近の主な出来事

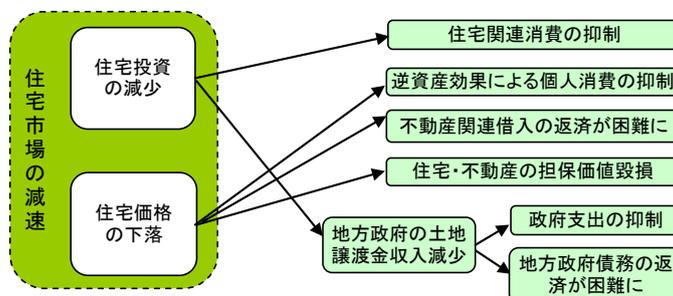
日付	内容
2014年2月24日	準大手の「興業銀行」が不動産会社向けの一部貸出を停止したことが表面化(劣後債や劣後ローンなど)
2014年3月19日	浙江省寧波市の中堅不動産会社「浙江興潤不動産投資」が経営破綻
2014年3月27日	国土資源相、全国レベルの不動産データベースを今後4年で完成させる計画を発表
2014年3月	上場不動産開発会社の資本増強を3年5ヵ月ぶりに認可
2014年4月	国家開発銀行、4月から老朽化住宅改修向け融資を拡大へ
2014年4月2日	小型景気下支え策を発表(低所得者向け住宅建設加速など)
2014年4月18日	江蘇省無錫市、住宅購入者に戸籍を付与する購入面積条件を緩和
2014年4月22日	農村金融機関の預金準備率引き下げ
2014年4月26日	住宅都市農村建設省、「年内に700万戸以上に公営住宅建設に着手する」
2014年4月28日	浙江省杭州市蕭山区、不動産開発会社が土地を購入する際の頭金比率を緩和
2014年4月29日	広西省南寧市、市内の住宅を購入できる対象を近隣地域まで拡大
2014年5月5日	安徽省銅陵市、住宅規制を緩和(住宅ローン優遇金利の適用条件緩和など)
2014年5月6日	浙江省寧波市、住宅購入規制を緩和(市内に保有していなければ、セカンド利用目的でも購入可)
2014年5月13日	人民銀行、住宅金融サービスの改善に関する5項目のガイドライン公表
2014年5月23日	浙江省杭州市、住宅の値下げ規制を開始
2014年5月30日	預金準備率の引き下げを都市商業銀行へも拡大

(資料)各種報道・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 5. 住宅市場減速の景気全体への影響度合い

ここからは、仮に住宅市場が大幅に減速した場合の景気全体への影響度合いについて、米国や日本との比較を通じて確認していく。主要な景気全体への影響(波及経路)としては、①住宅投資の減少、②住宅関連消費の抑制、③住宅価格下落による個人消費への逆資産効果、④金融環境全般の不安定化リスク、⑤地方政府の財政悪化、が挙げられる(第16図)。

第16図:住宅市場減速の中国経済への影響



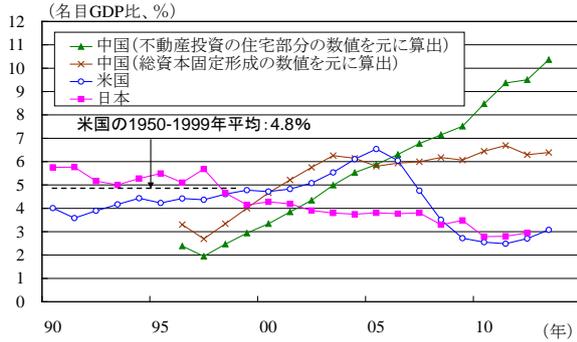
(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (1) 住宅投資の減少

中国の住宅投資対名目GDP比(不動産投資統計ベース)は10%程度であり近年急速に高まっている(第17図)。固定資産投資に占める不動産投資の割合は20~30%程度で概ね不変だが、固定資産投資全体の名目GDPに占める割合が高まっている。住宅投資対名目GDP比は、米国では住宅バブル以前(1950~1999年)の平均で4.8%程度。日本は足元で3%程度、1990年代で5~6%程度の推移となっている。

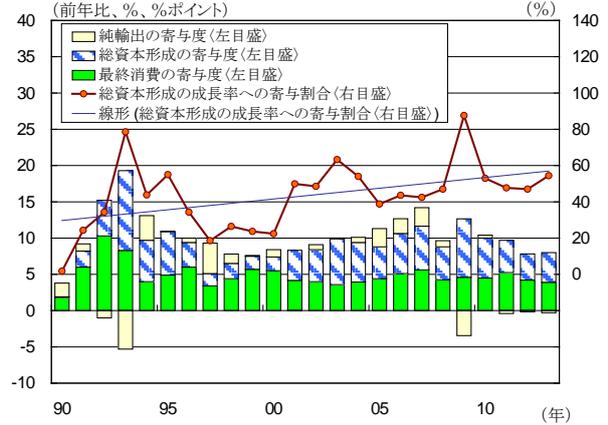
また、中国の住宅投資は成長率への寄与の側面でも影響が大きいとみられる。総資本形成の実質GDP成長率への寄与度は2013年に4.1%ポイントとなり、7.7%の成長率に対して54%寄与した形である(第18図)。中国は住宅投資の名目GDP比や成長率への寄与割合が、米国や日本より高いと言えそうだ。

第17図: 各国別にみた住宅投資の推移



(注)『米国』と『日本』の住宅投資はGDP統計の数値。『中国(総資本固定形成の数値を元に算出)』は、固定資産投資に占める住宅投資の割合を総資本固定形成の数値に乗じて算出。  
(資料)内閣府、米国商務省、中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図: 寄与度別にみた実質GDPの推移

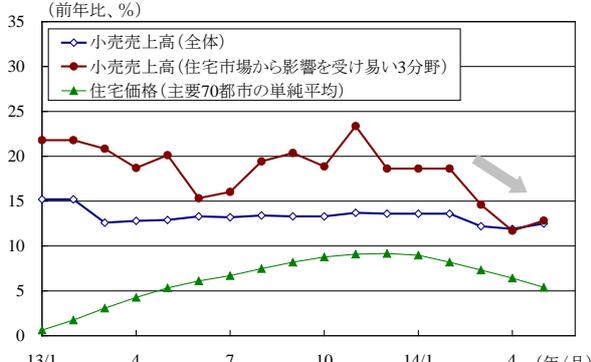


(資料)中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 住宅関連消費の抑制

住宅市場の減速は、家具や建材、家電といった住宅関連消費の抑制に繋がる。足元の中国の小売売上高をみると既にその兆候がみてとれる(第19図)。個人消費の内訳のうち、比較が可能な家具の割合をみると、中国では米国や日本と同程度(第6表)。

第19図: 小売売上高と住宅価格



(注)『小売売上高(住宅市場から影響を受け易い3分野)』は、家具、建材、家電の上昇率を単純平均した数値。  
(資料)中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表: 各国別にみた個人消費の内訳

中国(都市部)		米国		日本	
消費項目	ウェイト	消費項目	ウェイト	消費項目	ウェイト
食品	35.0	食品	13.6	食品	23.6
衣服	10.6	衣服	3.2	衣服	4.0
居住	9.7	居住	18.8	居住	15.6
家具	6.7	家具	4.2	家具	3.5
交通・通信	15.2	交通・通信	12.7	交通・通信	13.9
保健医療	6.2	保健医療	21.0	保健医療	4.4
教育・文化・娯楽	12.7	教育	2.5	教育	3.2
その他	3.9	娯楽	8.9	娯楽	10.3
		金融	7.6	その他	21.6
		その他	7.5		
合計	100.0	合計	100.0	合計	100.0

(注)『中国(都市部)』は2013年、『米国』は2012年、『日本』は2013年の内訳。『日本』は「家計調査」の総世帯の数値。  
(資料)総務省、米国商務省、中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (3) 住宅価格下落の消費への逆資産効果

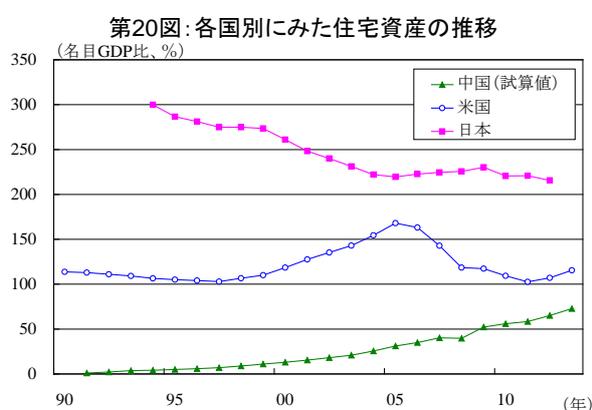
住宅価格下落の消費への影響度合いをみるために、ここでは住宅資産規模と持家率を確認する。住宅資産については、米国は名目GDP比120%程度であり、日本は同216%程度である(第20図)。中国については同73%程度と試算される<sup>(注6)</sup>。中国の住宅資産対名目GDP比は、米国や日本よりは低いとみられるがここ数年で急速に高まっている。

持家率をみると、米国は65%程度、日本は60%程度である(第21図)。中国の持家率は、旧国有住宅・社宅の保有分を含めれば、2000年の66%から2010年には89%

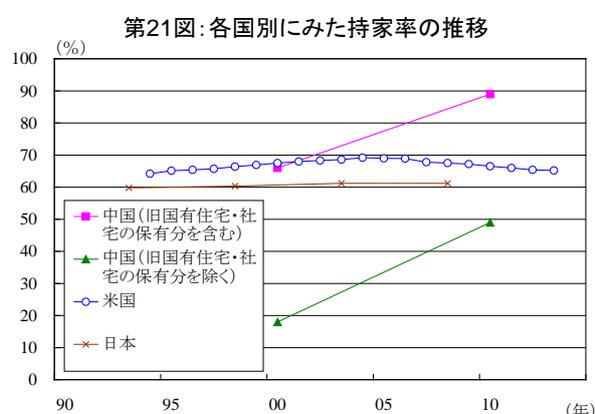
まで大きく上昇しており日本や米国よりも高い。旧国有住宅・社宅の保有分は、資産価値が低いとみられ割り引く必要はあるが、旧国有住宅・社宅の保有分を除いた持家率も急速に上昇しておりその水準は低くない。

中国は住宅資産が近年急拡大し、持家率も高いことから、住宅価格下落の個人消費への逆資産効果は日本や米国と同程度に生じ得ると考えられる。

(注6) 試算は以下の通り。まず、統計が存在する1991年以降の商品住宅の販売額を累積。販売額は50%が建物価値、50%が土地使用権価値と仮定。建物部分は耐用年数を30年として直線的に減価。土地使用権部分は使用期限である70年で価値が無くなるとし直線的に減価。土地使用権部分に限り、住宅価格の騰落率を毎年反映。住宅価格の騰落率は、統計が存在しない1990年代については年3%程度として算出(2000年代前半の住宅価格動向を考慮)。



(注)『日本』の数値は、国民資産の「住宅」と家計(個人企業を含む)資産の「土地」を合計した数値。  
(資料)内閣府、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注)『中国』は都市部世帯。  
(資料)総務省、米国商務省、中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 住宅市場減速による金融環境全般の不安定化リスク

金融環境全般の不安定化に繋がるリスクをみるため、不動産市場と金融市場の結び付きを確認する。まず住宅ローン残高対名目GDP比をみると、中国は2013年末時点で17.2%となっている(第22図)。米国の住宅ローン残高対名目GDP比は足元で50%程度、住宅バブル以前の1990年代では40%程度となっている。日本の住宅ローン残高は、2000年以降は概ね名目GDP比30%台後半で推移している。

また、住宅取引に対する住宅ローンの利用状況を確認する。中国において住宅ローン組成額を住宅販売額で除した数値を簡易的な「住宅ローン利用率(フロー)」とすれば、2013年時点で25%程度に止まっている(第23図)。加えて、アンケート調査結果でも、住宅ローンを抱えている家計は、都市部家計の13.9%に止まっている。一方、日本では注文住宅・分譲住宅での住宅ローン利用率は6~7割程度である(国土交通省「住宅市場動向調査報告書」)。米国では、足元の中古住宅取引において現金取引比率は30%程度となっている(注7)。

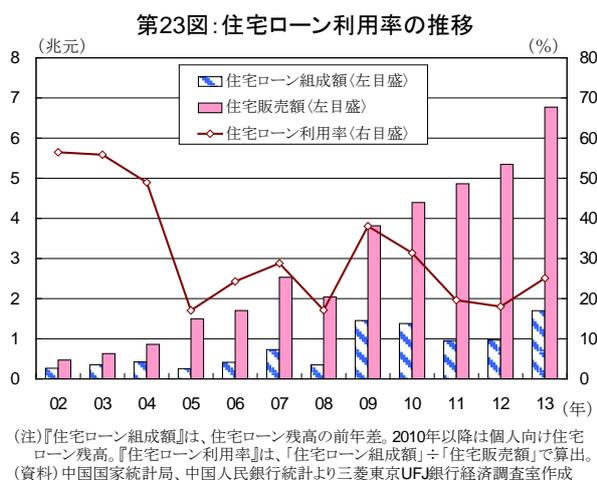
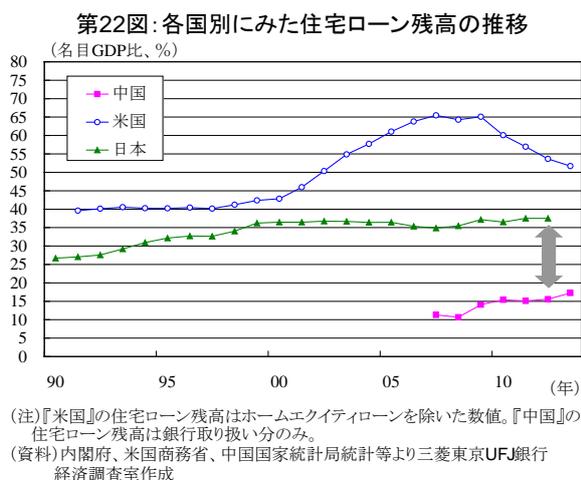
以上より、中国の住宅ローン残高は比較的少ないと言えよう(注8)。背景には、①「住宅購入時の最低頭金比率が高い(1軒目は30%、2軒目は60~70%)」、②「富裕層が

ローンを用いず投資目的で高額物件を取得するケースが多い<sup>(注9)</sup>」、③「住宅購入時に親族から援助を受けることが多い」、などが指摘できそうだ。

(注7) 米国の住宅取引では、中古住宅取引件数が新築住宅取引件数の10倍程度に達しており大半を占める。また、個人投資家の購入については、その70%程度が現金取引となっている。

(注8) 消費者ローン残高は2013年末で13兆円。住宅ローンと合わせた個人の銀行借入残高は22.8兆円で名目GDP比40%程度。国際決済銀行の発表値によれば、米国の家計債務は名目GDP比79%、日本の家計債務は同65%となっている(2012年時点)。

(注9) バブル期の日本などでは、多額のローンに依存して高額物件を取得するケースが多かった。

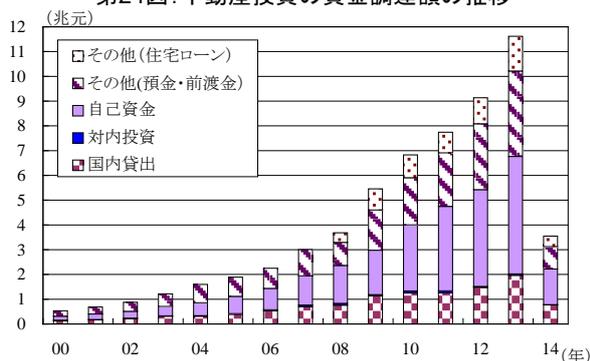


一方、中国では不動産会社向けの銀行貸出残高が2013年末で4.5兆円程度。企業向け貸出全体(44.4兆円)の10.1%と大きな割合を占めている。建設会社向け銀行貸出残高も2.6兆円程度と企業向け貸出全体の5.8%を占めている。更に、不動産会社は銀行の貸出姿勢が厳しいなか、シャドバンキング経由の資金調達額も大きいとみられる。不動産投資の資金調達額(フロー)においても、「自己資金」や「預金・前渡金」の割合が高いが、これらにはシャドバンキング経由で調達した資金が含まれている可能性もある(第24図)<sup>(注10)</sup>。代表的なシャドバンキングである信託商品は、2013年末で11兆円程度であるが、投資先内訳では不動産は10%程度を占めている(第25図)。

中国では住宅ローン残高は抑制された水準ながら、不動産会社の債務残高は大きく問題含みの借入もあるとみられる。こうした状況を踏まえると住宅市場減速が不良債権増加を通じ金融環境全般を不安定化させるリスクは、足元の米国や日本より大きいと言えそうだ。

(注10) 「不動産投資の資金調達額」における貸出は、不動産会社向けの銀行貸出とは必ずしも一致しない。

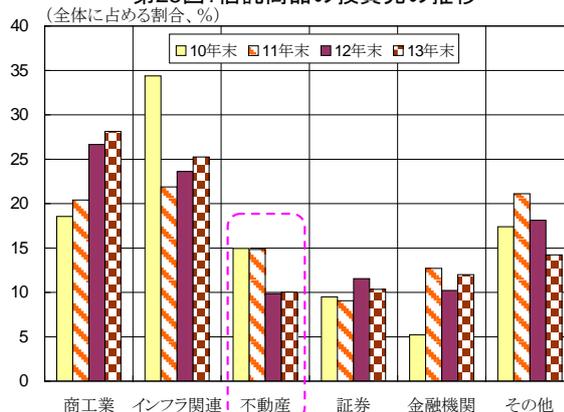
第24図：不動産投資の資金調達額の推移



(注) 1. 2013年の資金調達額全体に占める割合は、『国内貸出』が16%、『自己資金』が39%、『預金・前渡金』が28%、『住宅ローン』が11%。  
2. 2014年は1-4月までの数値。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：信託商品の投資先の推移



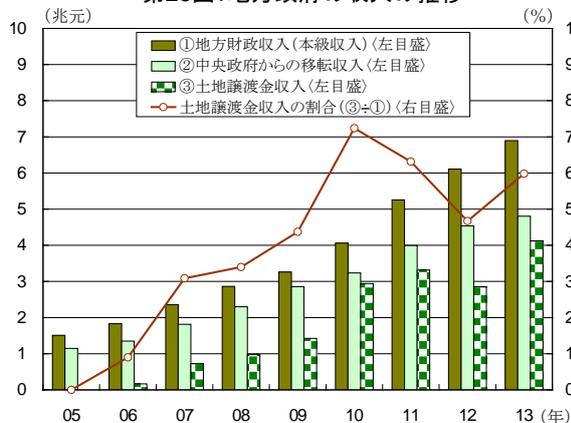
(資料) 中国信託業協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 地方政府の財政悪化

現在の中国では、地方政府の経済活動（財政状況）は不動産市場と密接に結び付いている。地方政府の収入をみると、2013年に地方財政収入は6.9兆元（前年比+12.9%）、土地譲渡金収入は4.1兆元（前年比+44.7%）となっている。土地譲渡金収入は、地方財政収入の60%程度と非常に大きな割合を占めている（第26図）。2014年1-3月期においても土地譲渡金収入は前年比+40.3%と高めの上昇率を維持した。

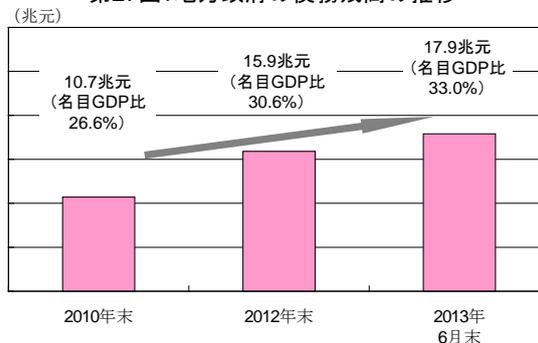
不動産市場が大幅に減速すれば土地譲渡金収入が減少し、地方政府の債務返済能力は大きく低下する可能性があり、地方政府の足元の債務状況に鑑みれば注意が必要だ。地方政府債務残高は、2013年6月末に17.9兆元（名目GDP比33.0%）となり、2010年末から2年半で67%増加した（第27図）。地方政府債務は残高の拡大傾向が顕著なだけでなく、①「銀行借入割合の低下」、②「融資プラットフォーム経由の借入割合の上昇」、③「債務返済期限の短期化」、など問題が多い状況である。

第26図：地方政府の収入の推移



(資料) 中国財政部統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：地方政府の債務残高の推移



(注) 1. 『2010年末』の数値は、「直接債務」と「債務保証」と「その他債務」の合計。『2012年末』の数値は、「直接債務」と「債務保証」と「偶発債務」の合計。  
2. 『2013年6月時点の名目GDP比』は、「2012年末の名目GDP」に「2012年名目GDP増加額の半分」を加算した数値を名目GDPとして、簡易算出。

(資料) 中国審計署資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## おわりに～住宅市場減速の景気全体への影響度合いの整理

5章で確認してきた住宅市場の景気全体への影響度合いを整理する（第7表）。「住宅投資の減少」や「金融環境全体の悪化リスク」については、中国は足元の米国や日本よりも影響度合いが大きいと考えられる。一方、「住宅関連消費の抑制」や「個人消費への逆資産効果」は米国や日本と同程度であろう。

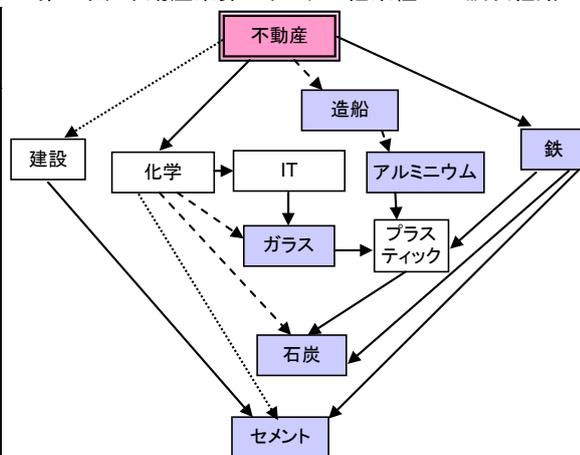
また不動産関連産業の裾野は広く、特に鉄、セメント、ガラスなど過剰生産能力を抱える産業へも影響を及ぼす（第28図）。問題が連鎖的に拡大する事態も否定できない点には注意が必要と思われる。

第7表：住宅市場減速の景気全体への影響度合いの整理

	住宅投資の減少	住宅関連消費の抑制	個人消費への逆資産効果	金融環境全体の不安定化リスク	影響度合いの総合評価
中国	●●●	●	●	●●●	●●●
米国	●	●	●●	●●	●●
日本	●	●	●	●	●
備考	<ul style="list-style-type: none"> <li>・GDPに占める住宅投資の割合や成長率に占める住宅投資の寄与などを参考に判断。</li> <li>・個人消費の内訳などを参考に判断。</li> <li>・住宅資産の規模や持家率を参考に判断。</li> <li>・住宅ローン残高、利用率や不動産会社向け貸出、調達手段の健全性などを参考に判断。</li> <li>・米国、日本は金融制度や過去の実証分析結果なども考慮。</li> </ul>				—

(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第28図：不動産業界のリスクの他業種への波及経路



(資料)香港金融管理局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以上

(H26.6.30 栗原 浩史 hiroshi\_2\_kurihara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。